
【研究論文】**潜在的利益相反性のある組織再編における取締役の義務と司法審査****－デラウェア州の暫定的差止請求の行使要件を参考として－****The Judicial Standard of Directors on M&A Transactions with
Conflict of Interest: from the Comparative Point of Delaware
Corporation Law****藤 田 真 樹**
Masaki FUJITA

I. 背景と目的

平成26年改正会社法において、略式組織再編以外の組織再編によって現金を対価に締出される株主に対して、新たな差止請求制度が導入された。組織再編は、株式公開買付を通じて対象会社の支配権を掌握した買付者によって（第一段階取引）、①直接現金を対価とする方法、②株式交換によって端数を生じさせる方法、③対象会社を種類株式発行会社に定款変更をした上で全部取得条項付種類株式を取得し端数を生じさせる方法を用いて行われる（第二段階取引）。

改正前会社法では、組織再編における事後的な救済手段としては、合併無効訴訟（828条1項7号・8号）、株主総会決議の取消しの訴え（831条1項）、反対株主の会社に対する株式買取請求（116条1項・785条1項）、裁判所に対する公正な価格決定の申立て（172条1項・786条2項）が設けられていた。しかし、事後的な合併無効訴訟等を求めることは、法律関係を複雑・不安定にするおそれがあるため認められにくい。また、株式買取請求権等を行行使するには、事前に会社に対する組織再編に対する反対の通知を行い、株主総会で反対票を投じる手続を経ることが必要であるが（785条2項・797条2項・806条2項）、対価が不当であることを知らずに株主総会で投票してしまった株主は株式買取請求を行行使できない。さらに、対価が存続会社等の株式である場合に、受領する株式の価値についての評価が株主にとって異なるため不満が残る可能性が生ずるという問題があった¹。

一方で、事前の救済手段としては、略式組織再編の差止め（784条2項〔改正後784条の2第2号〕、796条2項〔改正後796条の2第2号〕）を除いて明文で規定されていなかった。そのため、改正前会社法において、組織再編によって、主として不当な対価でキャッシュ・アウトされる株主を事前に保護するため、解釈上、取締役・執行役の違法行為の差止の規定を用いる手法（360条・422条）を始めとして、様々な手法が主張されていたが²、いずれの組織再編の差止を直接の目的としていないので、認められないとする否定説が強く、事実上困難であるとの指摘があった³。

このように、キャッシュ・アウトされる少数株主の保護が必ずしも十分になされていない可能性があるとの問題意識から、平成26年の改正では、全部取得条項付種類株式の取得、株式の併合、略式組織再編以外の組織再編（簡易組織再編の要件を満たす場合は除く）が法令または定款に違反する場合において、株主が不利益を受けるおそれがあるときは、株主は会社に対して、その差止を求

めることができるとする制度が明文で設けられた（171条の3、182条の3、784条の2第1号、796条の2第1号、805条の2）⁴。

本制度の導入をめぐる、争点の一つとなったのは、本制度の行使要件の一つである「法令違反」の法令に、善管注意義務・忠実義務が含まれるか否かである。この点、法務省の立案担当者は含まれないとする立場を示した⁵。もっとも、このような法務省の立場に対しては、善管注意義務・忠実義務に対する違反も法令違反に含まれると解する余地を認めるべきとする見解も主張されている⁶。また、近年、MBOや友好的買収など取締役と株主の利益が真っ向から生じる組織再編取引が増加していることから、我が国においても、組織再編における取締役の善管注意義務・忠実義務と司法審査のあり方を考えることは重要であると思われる。そこで、本稿では、利益相反的な組織再編における株主保護の問題について、既に相当の判例理論の蓄積のあるデラウェア州の暫定的差止請求制度の行使要件を中心として、日米の比較のうちに、取締役の義務と司法審査のあり方について、検討することを目的とする。

以下、「Ⅱ.」では、デラウェア州を中心とする組織再編に対する株主の救済方法について概観し、暫定的差止請求の行使要件と判例理論を確認する。その上で、「Ⅲ.」では、わが国の組織再編の場における取締役の義務と司法審査と比較検討し、「Ⅳ.」若干の私見を述べ、むすびにかえる。

Ⅱ. 組織再編に対する株主の救済方法と暫定的差止請求の行使要件と判例理論

1. 組織再編に対する株主の救済方法

デラウェア州をでは、組織再編によって締出される株主の衡平法上の救済方法として、暫定的差止請求（preliminary injunction）、合併取消（recession）、損害賠償請求（damage）が認められる。また、制定法上の救済手段としては、株式買取請求（appraisal right）が認められる⁷。わが国では、組織再編における少数株主の保護は、事後的な手段によって争われるのが一般的であるのに対して、デラウェア州を中心とする米国においては、我が国とは異なり、株式買取請求権の役割が、シナジーの分配がなされないという意味において限定されていること⁸、手続が煩雑であること等を理由として、あまり用いられておらず、信託義務違反を理由とする訴訟の方が好まれる⁹。また近年は、取締役の株主に対する信託義務違反（fiduciary duty）、買収対象会社、買収会社の信託義務違反の幫助（aiding and abetting）を理由として、クラス・アクションの形で差止訴訟が提起される傾向にある¹⁰。さらには、州裁判所に加えて連邦裁判所においても提訴され、信託義務違反に加え証券取引法違反が主張されるケースも増加している¹¹。

2. 暫定的差止請求の行使要件

暫定的差止命令は、申立人を回復不能な損害から救済するとともに、本案審理後に、裁判所から価値ある判断を得る利益を確保するために、判決に先立って発せられる。最初の審問及び口頭弁論終結後、本案に対する最終決定がなされる前に出され、一部の事案では、原告に他の補充的な証拠がないか調査するのに十分な期間を与えるために用いられる¹²。また、暫定的差止請求は、M&Aの公表後すぐになされるが、その多くは和解で終結し、近年は金銭の支払いではなく、追加的な情報

開示のみで終わることが多い¹³。暫定的差止命令は、正式な審理を経ずに当事者の経済的自由を侵害するものであること¹⁴、略式聴聞により、中間的な判断を出すことに裁判所は慎重な姿勢をとること、衡平法上の救済は、当事者双方の回復不能（substantially）な損害に焦点をあてたものであることを理由として¹⁵、例外的（extraordinary）なものとして位置づけられる。そのため、原告は、①本案（信託義務違反や証券取引法違反）で勝訴する合理的な確からしさ（likely of success）が存在すること、②暫定的差止命令でないと緊急かつ回復困難な損害が発生すること（irreparable injury）、③衡平のバランスが差止の容認に傾くこと（balancing of hardship）の三つの要件を証明しなければならないとされる¹⁶。以下、それぞれの要件についての判例の変遷と議論を検討する。

3. 信託義務

一般に、取締役は、会社を指揮・経営し、裁判上の行為をする権限を有する。このような取締役の権限に対して、取締役は「会社」と「株主」に対して、注意義務（duty of care）と忠実義務（duty of loyalty）をその重要な構成要素とする信託義務（fiducially duty）を負う¹⁷。注意義務（duty of care）は、重大な決定をする場合、その決定に先立って十分な情報収集を行わなければならない義務をいう。これに対して、忠実義務（duty of loyalty）は、取締役が会社と株主の最善の利益のために行動し、取締役の利益を優先させてはならない義務をいう¹⁸。

利益相反の問題は、取締役という代理人を利用することから不可避免的に派生する構造的かつ深刻な問題であり、取締役の義務が注意義務（duty of care）で足りるのか、忠実義務（duty of loyalty）の問題としてとらえられるかによって、裁判所の判断も分かれる。利益相反のない場合には、取締役は信頼できることから、取締役の立場が尊重され、司法は積極的に介入しないという姿勢をとる。一方で、利益相反のある場合には、会社および株主の利益の最大化に向けて努力していないおそれが高いため、忠実義務（duty of loyalty）の問題として、司法が積極的に介入し、その際の実取締役の行為基準は厳格な基準によって審査される。キャッシュ・アウトを伴う利益相反的な構造を有する組織再編については、厳格な審査基準である完全な公正基準（entire fairness rule）によって審査されてきたが、訴訟経済という観点から、緩やかな審査基準である経営判断原則（business judgement rule）によって審査する傾向がみられた。しかし、学説から少数株主の保護が不十分であるとの批判を受け、近年再び揺り戻しが生じている¹⁹。

（1）中間審査基準としてのレブロン義務

一方で、デラウェア最高裁判所は、1986年のRevlon判決²⁰において、経営判断原則よりも厳格であるが、完全な公正基準よりも緩やかな中間審査基準（enhanced scrutiny）としてレブロン義務を提示している。この義務は、対象会社が敵対的公開買付を受け、防衛策を講じる段階から、会社を売却する段階に移った場合には、取締役が果たすべき役割は、会社の防衛者から、株主の利益のために会社の売却に際して最善の価格を獲得する競売人へと変化し、株主に対し「合理的に入手しうる最高価格」（the highest price reasonably available to stockholders）を提供する義務を負うとするものである²¹。すなわち、取締役の信託義務は、通常の場合、株主の利益の中長期的な最大化に向けられているが、レブロン義務の意義は、会社が解体しオークションの局面になった場合に

は、その時点の株主が現に所有する株式の価格の短期的な最大化に変化させるところにある。レブロン義務は、その後の判決により適用範囲が拡大され、Macmilan判決²²では、会社の支配権が移転されたと評価できる場面、Barkan判決²³では、会社支配権の重大な変更（fundamental change of corporate control）が生じる場面にも適用されるとした。その後、Black & Decker判決²⁴や、Paramount判決²⁵等により、会社の売却の局面のみならず、支配権が移転する場面においても適用されるとされ²⁶、QVC判決²⁷においては、会社支配権が移転したと認められるための基準が明確化された。

また、その内容に関しても、Paramount判決においては、株主に「合理的に入手しうる最高価格」を提供する義務という表現から、「合理的に利用可能な最大の価値を株主に実現するため、現在の機会を最大限に利用する義務」（an obligation to take the maximum advantage of the current opportunity to realize for the stockholders the best value reasonably available）と言い換えがなされ²⁸、そのニュアンスに変更が加えられている。これは、レブロン義務の主たる目的が、一時的な分配の公正の確保から、取引相手選択の際の取締役の自己利益追求の防止に変化してきたと捉えることができる。レブロン義務に関しては、最も高い対価を支払う買収者こそが、対象会社を獲得して一番高い価値を創造できる最高利用者であると捉えることで、取締役が自己利益を追求するために取引相手を選び好みすることを抑止しするためのものであると捉えられる見解もある²⁹。もっとも、このような見解に対しては、最高価格を提案する買収者が、必ずしも、買収対象会社の長期的な利益を最大化するとはいえないのではないかとする疑問も呈されている³⁰。

レブロン義務に関しては、このように見解が対立しているが、主に、①利益相反的な構造を有する友好的な買収の場面では、経営判断原則よりもレブロン義務による審査が妥当であるとして、全てにレブロン義務を適用すべきとして拡張する見解³¹、②レブロンを説明責任と権限のバランスをとるものとして評価しつつ、利益相反の程度・法律以外の要因から、一定の場合に限って、レブロン義務を適用すべきとする見解³²、③ユノカル義務等の既存の法理に加えて、レブロン義務を導入する理論的な根拠が存在しないと、レブロン義務の廃止を主張する見解³³、④会社の売却の局面か否かを問わずに、取締役の義務・会社の目的は長期的な利益に注目すべきであり、デラウェア州の判例において、レブロン義務違反を理由として裁判所による救済が認められるケースが少なくなってきたことを理由に不要とする見解³⁴などが主張されている³⁵。

（２）情報開示義務

信認義務違反として、レブロン義務の他、情報開示義務違反が同時に主張されることが多い³⁶。情報開示義務は、中間審査基準であるレブロン義務が確立されてからは、あまり注目されてこなかった。しかし、近年のデラウェア州の組織再編の文脈において、手続的な保護が重視される傾向が強まったことから、再び注目されるようになった。情報開示の信認義務の起源については諸説あるが、少なくともレブロン義務よりも古くまで遡ることが出来る³⁷。情報開示義務は、特別な場面における取締役の善管注意義務・誠実義務、忠実義務の一種の応用であり³⁸、多くの事案では、情報開示義務は、完全な誠実義務（complete candor）として捉えられている³⁹。情報開示義務に関して、デラウェア

州において、取締役等は、信認義務として、株主に対し、支配下にある重要な情報を完全かつ公正に開示しなければならない。この立証責任は原告である株主の負担とされ、合理的な投資家の観点から、省略された事実の開示が、利用可能な情報全体（‘total mix’ of the information）に重大な変化をもたらしたかについて証明しなければならないとされる⁴⁰。この基準は連邦証券取引法の概念を取り入れたものであるといわれる⁴¹。重要でない事実については開示される必要はないが、取締役が部分的に開示を行った場合、その部分については、株主に対し、正確で、完全で、公正な情報を提供する義務がある⁴²。

情報開示義務が適用されるのは、①取締役と会社の間（利益相反的な）取引において株主の同意を得る必要がある場面、②取締役が外部の一般の株主から株式を取得する場面、③取締役が、個人的な利害関係を有しない場合において、取締役が株主に取引に応ずるように勧奨する場合、④取締役によって出される公式声明（public statement）が、特定の株主に向けられたものではないが、潜在的に株主に影響を与える可能性のある場面である⁴³。

もともと、情報開示義務は、取締役の利益相反的な取引を保護する手段として適用されてきた⁴⁴。利益相反取引の場面において、情報開示の信認義務によって厳格に審査され、重要な事実を開示しなかった場合、株主による承認の効果は生じない⁴⁵。もっとも、情報開示義務は、取締役らの利益相反の可能性のある場面に限定したものではない⁴⁶。Lynch事件⁴⁷やVan Gorom事件⁴⁸では、自己取引の場面だけではなく、少数株主または外部の株主から不公正な価格で株式を取得する場合にも、情報開示義務違反を認める形で拡張されている。

情報開示義務は、レブロン判決に先立って認められてきたものだが、それだけでは、株主保護のために十分なものではなかったことから、情報開示義務を補うものとしてレブロン義務が必要であったと評価する見解もある⁴⁹。

（３）レブロン義務または情報開示義務が問題となった近年の事例。

近年、レブロン義務または情報開示義務が問題となった事例は、①レブロン義務と情報開示義務違反の両方が認められた事例、②情報開示義務違反のみが認められた事例に分類することが出来る⁵⁰。

①の事例としては、Netsmart事件⁵¹がある。N社は、IとBの２つのプライベートエクイティーファームと合併交渉に入った。取締役会は、特別別委員会を設置したが、この特別委員会は、CEOの参加を認めるなど、その独立性に問題があった。経営陣が推薦するIと合併合意に至ったが、株主の一部が、B社を勧誘すべきであったのにしなかったのは、レブロン義務に違反する⁵²、また、委任状勧誘の際の資料には、N社の将来のキャッシュフローに関する経営陣の全ての見通しが記載されておらず、情報開示義務に違反するとして、当該合併の暫定的差止を求めた⁵³。これに対して、裁判所は、レブロン義務・情報開示義務違反を認めて、会社が株主に対する買収に関する追加的な情報を開示するまでの間、合併手続を暫定的に差止めることを命じた⁵⁴。

Topps事件⁵⁵では、委任状勧誘合戦の脅威を受けたT社は、Eが率いるプライベートファンドから友好的買収の提案を受けた。合併契約においては、T社に、合意後40日間G-Shop期間を与えること、二段階解約料および追加提案権を付与することを内容としていた。また、Go-shop期間中に、より

有利な提案をした対抗的買収者に対して、期間経過後も、交渉の継続が可能であるとされていた。Go-shop期間中に、UD社が買収監査のために機密情報を要求したのに対し、T社は他の潜在的買収者同様に、2年以内に委任状勧誘をしないという中立義務（stand still）および交渉状況の非開示義務を伴う機密保持契約を要求し、UD社はこれに応じた。UD社は、Go-shop期間終了の2日前に、買収を提案したが、期間終了後、T社の取締役会は、UD社が十分な資金調達能力があることを証明できなかったこと、独占禁止法に抵触するおそれ等を理由として、当該提案を拒絶した。これを受けて、UD社は、中立義務および交渉状況の非開示義務からの解放を求めたが、T社は拒否した。そこで、T社の株主とUD社は、Go-shop期間が短く解約料も高額であり、有効な契約締結後のマーケットチェックを阻害する、T社によるUD社の中立義務からの解放の拒絶は、T社の株主が十分に情報を与えられたうえでの意思決定することを脅かすものであるとして暫定的差止請求を求めた。これに対して、裁判所は、40日間のGo-Shop条項自体は合理的であると解する余地があるとしつつも⁵⁶、中立義務からの解放の拒絶は、T社株主が十分に情報を与えられたうえでの意思決定を脅かすものであるとして、情報開示義務・レブロン義務に違反するとして暫定的差止を認めた⁵⁷。

②情報開示義務のみが問題となった事例は、(a) 委任状に不備があるなど、株主が議決権を行使する前提となる情報開示が十分でない場合、(b) 対象会社にフェアネス・オピニオンを提出した投資銀行等の報酬額や、合併後に役員が受け取る報酬が明らかにされていない場合など利益相反を裏付ける情報が明らかにされていない場合に分類できる。

(a) の事例としてMaric Capital事件⁵⁸では、原告であるMC社が、TB社によるPL社の合併について、被告取締役レブロン義務違反があったとして、合併に関する株主総会の暫定的差止を求めた。この事件では、裁判所は、被告取締役レブロン義務違反がないとしたが、委任状説明書で、実際計算に用いられたディスカウント・レイトに正しい計算価格が示されていなかったことなど、重大な情報に関する欠陥があったこと等を理由として部分的差止を認めた。この事件は、レブロン義務のみ主張がなされたにも関わらず、裁判所が情報開示義務違反を認定している点で意義がある⁵⁹。

(b) の事例としては、Lear事件⁶⁰等が挙げられる。I率いるプライベートエクイティによるL社のLBOが問題になった。L社株主は、L社の取締役は、株主が合併を承認するか否かを決定するために必要な全ての重要事実を開示しておらず、また、L社の取締役会は株主価値の最大化の合理的努力を行ったと主張し、合併の差止を求めた。これに対し、裁判所は、特別委員会によってとられた全体的なアプローチは合理的であったとしながらも、Iの提案に関するL社のCEOの退職金等の個人的利害に関する情報の開示が不足していたとして、関連する情報が開示されるまで合併を延期するとして暫定的差止請求を認めた。

Louisiana事件⁶¹では、合併において重要な役割を果たした投資銀行の費用について開示がなされなかったことを実質的に重要であるとして、20日間に限定した予備的差止を認めた。また、MONY事件⁶²では、A社がMG社と合併交渉を開始した際、MG社は支配権変動契約（change in control agreements）を設けていた。この契約には、ゴールデンパラシュート条項が含まれており、MG社が合併される際に発動されるものであった。これに対してMG社の株主らは、当該合併の情報開示

義務違反があるとして、暫定的差止を求めたが、裁判所は義務違反を認めて限定的差止を認めている。

Atheros Communications事件⁶³では、通信機器の製造会社であるAC社の経営陣は、1株45ドル、計3.1億ドルで、全て現金を対価として、同社を同じく通信機器の製造会社であるQ社の完全子会社に吸収合併させようとした。これに対して、A社の株主は、情報開示が不十分な委任状によって株主総会で賛同を得ようとしており、信認義務に違反するとして、会社と取締役等に対してクラス・アクションを提起したという事案である。訴えは併合された後、暫定的差止請求へ移行した。信認義務違反として、レブロン義務違反の他⁶⁴、①対象会社にフェアネス・オピニオンを提出したファイナンシャル・アドバイザーの報酬額⁶⁵、②フェアネス・オピニオンの企業価値の算定の基礎として用いられた対象会社の内部資料⁶⁶、③対象会社を代表して交渉していた執行役が買収後に買収会社に雇われること⁶⁷、④買収会社が最初に交渉した際の価格・買収会社以外からの買収の提案の詳細⁶⁸について開示義務違反がなかったかが問題とされた。裁判所は、結論としてレブロン義務違反については認めなかったものの、①ファイナンシャル・アドバイザーの報酬額、③合併後に対象会社の執行役が買収会社に雇用されることが開示されていなかったことを理由として暫定的差止請求を認めた。

4. 緊急かつ回復困難な損害の発生

情報開示に問題がないような場合には、レブロン義務や完全な公正基準に違反する場合でも、価格の当・不当の問題に関しては、事後的な損害賠償や株式買取請求による救済が可能であるため緊急かつ回復困難な損害の発生を主張するのは困難であるように思われる。しかし、この要件に関しては、緊急かつ回復困難な損害の発生について、原告株主によって、情報開示が不十分な状態で組織再編について議決権行使を強いられることは回復困難な損害である、あるいは新たな買い手が現れた場合に、いかなる買取価格が提示されるかは予測が難しく、損害額の算定が困難であるから回復困難な損害であるというかたちで主張されることが多い⁶⁹。前述のTopps事件においては、T社の株主が十分に情報が与えられたうえでの株主総会の議決権を行使するという意思決定を脅かすものであるとして、暫定的差止請求を求めている。また、Solar Cells判決⁷⁰では、合併相手の会社の取締役が、原告株主が出資する会社の取締役に十分な検討の機会を与えないまま合併しようとしたことが争われたのに対して、裁判所は、公正な取引または公正な価格について原告取締役が示すことが出来なかった可能性があるとして暫定的差止を認めている⁷¹。

5. 損益バランスの衡量

差止が認められなかったことによって失われる利益と、差止が認められることによって失われる利益について実質的な比較衡量がなされる。差止めによって守られる利益としては、株主が、より有利な条件の買取提案を選択する機会の保障や、正確な情報に基づいて株主総会で決議する機会の保障等が挙げられる。失われる利益としては、差止を認めた場合、他の買取提案を全く失ってしまう場合が挙げられる。Dollar Thrift事件⁷²では、当該買取提案を破棄して、より有利な買取提案を受ける機会を享受するということは、株主全体で決めることであり、裁判所がそれを事実上決めるべきではないと判示した。また、Congent事件⁷³では、当該買取提案以外に他に有効な買取提案がなされないことで対象会社の取締役にレブロン義務違反が問題とされる場合、株主の自主的な決定に任

せずに、暫定的差止請求を認めることは不適切であるとした。Smurfit-Stone事件⁷⁴では、プレミアム付きの買収提案を差し止められてしまった場合、対象会社の株主はその買収提案を全く失ってしまい不利益が上回るから、衡平のバランスの観点から差止は認められないとする。

このように裁判所は慎重な姿勢をみせるが、詐欺や強迫、M&A手続の過程で、虚偽若しくは不実の情報開示がなされたと認定できる場合には、適切な情報開示の機会を確保するため、裁判所は暫定的差止を積極的に認める傾向にある。Pannaco事件⁷⁵では、当該買収提案以外に株主にプレミアムを提供する買収提案がなされない場合、裁判所が差止めに対して、消極的姿勢をとることは正当であるが、株主に買収提案に応じるか否かを判断する十分な情報を与えるために追加的情報開示が必要である場合は別であると判示する。また、Netsmart事件⁷⁶では、他に代替的な買収提案がなされていない場合、その唯一提示されている買収提案に対して暫定的差止を認めることは消極的であるべきであり、株主自らが決定すべきとの立場を示しつつも、株主が、重要な部分で誤解を導くものであり、株主が不完全な情報に基づいて判断しようとしているときは、暫定的差止を認めないならば、株主の適切な自己決定の機会は永久に剥奪され、株主買取請求権の行使や損害賠償請求といった救済手段を顕在化させるからであるため積極的に差止を認めるべきとする。

6. 小括

以上みてきたように、組織再編においては、厳格な審査基準である完全な公正基準（entire fairness rule）、緩やかな審査基準である経営判断原則（business judgement rule）の他、中間審査基準（enhanced scrutiny）としてレブロン基準を設けている。レブロン義務は、当初は、①会社が積極的な入札手続を開始し、当該会社自体を売却、または、会社の明確な解体を含む事業再生を目指す場面に適用されるとされていたが、②買収者の提案に対応して、対象会社がその長期的な戦略を放棄し、会社の解体を含む代替的な取引を探す場面、または、③取引を承認することによって会社の支配権の売却又は変動が生じる場面にも適用範囲が拡張された。また、その内容に関しても、「合理的に入手しうる最高価格」を提供する義務から、「合理的に利用可能な最大の価値を株主に実現するため、現在の機会を最大限に利用する義務」とニュアンスに変更が加えられた。

一方で、信認義務違反として、レブロン義務の他、情報開示義務違反が同時に主張されることが多い。情報開示義務は、それだけでは、株主保護のために十分なものではないが、後に確立されたレブロン義務の前提として、必要な義務であったと評価する見解もある。情報開示義務が問題となる場面としては、会社が合併しなかった場合の見込みに関する情報を掲載しなかったこと、投資銀行の費用について開示、ゴールデンパラシュートなど役員の報酬に関するものが挙げられる。

Ⅲ. わが国の組織再編の場面における取締役の義務と司法審査

米国の暫定的差止制度に相当する、わが国の組織再編の差止制度の導入をめぐる、争点の一つとなったのは、本制度の行使要件の一つである「法令違反」の法令に、善管注意義務・忠実義務が含まれるか否かである。この点、法務省の立案担当者は、法令違反の「法令」に、取締役の善管注意義務・忠実義務違反は含まれない。その結果として、価格の当・不当を理由として組織再編の差止請求は認められないとの見解を示した⁷⁷。法務省の見解を支持する実質的な理由としては、組織再編の差止は、仮処分申立事件により争われることが多いことが予想される。その場合、裁判所は短時間で、組織再編の対価の当・不当といった実体的な問題について審理しなければならない。しかし、そのようなことは實際上、極めて困難であることが挙げられる⁷⁸。もっとも、このような法務省の立場に対しては、善管注意義務・忠実義務に対する違反も法令違反に含まれると解する余地を認めるべきとする見解も主張されている。また、法令違反の「法令」に、善管注意義務・忠実義務が含まれると解することが即座に、価格の当・不当の問題と結びつくかについて、疑問を呈する見解もある。

近年の有力説によれば、会社法の善管注意義務・忠実義務に関する解釈においても、デラウェア州同様に、株主利益最大化が原則であるとされる。すなわち、会社が債務超過でない場合においては⁷⁹、経営者は株主の利益を他の会社関係者の利益に優先させてその最大化を目指した経営決定を行う法的義務を負う⁸⁰。解釈上の根拠としては、取締役は「会社」に対して義務を負うとするが（会社法355条）、会社の目的は株主利益を最大化することであるから、「会社」は株主を意味すると解釈できることが挙げられる⁸¹。しかし、ここでいう「株主利益の最大化」とは、長期的な利益を犠牲にして短期的な利益を優先することを意味しない。会社は一般に永続的あるいは長期的に活動を続けることを前提としている。そのため、短期的には株主の利益となっても長期的に損失となる経営決定はなされるべきでなく、最大化原則における株主利益は、長期的なものと考えられている⁸²。すなわち、この文脈における「株主」とは、現在の株主を指すのではなく、将来の株主も含んだ抽象化された意味での株主であると思われる⁸³。この説を採用した場合、「株主利益の最大化」とは、現在の株主が受け取る対価の価値の最大化を必ずしも意味しないと捉えることも出来る。

もっとも、我が国の裁判例においては、取締役の義務に関しては、対象会社の取締役は、株主が受け取る買収対価の価値に関して、合理的に入手可能な最善の価格を入手すべき義務を負い、この義務を果たすべく合理的に取締役が行動したか否かを重視して義務違反の判断をする傾向にある。この傾向は、近年の裁判例にも見ることができる。

既に成立したMBOの第一段階取引である株式公開買付に応じて、または、市場において株式を売却し、もしくは、全部取得条項付種類株式を用いた方法により、株式を強制取得された元株主が、適正な価格よりも低廉な価格で株式を手放すことを余儀なくされたとして、取締役・監査役に対して、429条1項（または民法709条）により、損害賠償を求めたレックスホールディングス事件⁸⁴において、東京高裁は「取締役及び監査役は、善管注意義務の一環として、MBOに際し、公正な企業価値の移転を図らなければならない義務（公正価格移転義務）を負うと解するのが相当であり、MBOを行うこと自体が合理的な経営判断に基づいている場合でも、企業価値を適正に反映しない買収価格によ

り株主間の公正な企業価値の移転が損なわれたときは、取締役及び監査役に善管注意義務違反が認められる余地がある」としている。もっとも、なぜ、日米でこのようなアプローチの違いが生じたのかについても考慮する必要があるように思われる。これについて、例えば、日本では、会社支配権市場が十分発達しておらず、組織再編取引の相手を積極的に探すという発想が浮かびにくかったため、MBOにおいても取引相手選択という選択肢は事実上ないものとして、議論が展開されてきたのではないかと推測する見解もある⁸⁵。レックス高裁判決の公正価値移転義務もそのような我が国の組織再編取引の流れの延長として位置づけることができる。また、公正義務移転義務という考え方は、利益相反取引規制、有利発行規制、買収防衛策規制、株式買取請求権等、隣接する他の制度においても採用されていることとも整合性がある。わが国において、会社支配権市場が未だ十分に発達していないこと、他の隣接する制度との体系的な整合性を考慮するなら、公正価値移転義務についても一定の配慮をせざるを得ないように思われる。

Ⅳ. 若干の私見・むすびにかえて

以上、米国の暫定的差止制度とわが国の利益相反的な組織再編における取締役の義務と司法審査基準について概観した。組織再編取引を行うとする場合、取締役の判断は、①取引実際の判断、②取引相手を誰にするかの判断、③対価額の判断の三つの判断が求められるが、米国デラウェア州では、③の対価額の問題ではなく、②の取引相手選択の問題に重点を置いたアプローチを用いて、対処しているのに対し、レックスホールディングス高裁判決は、MBOの実施の判断については、非常に緩やかに審査し、公正価値移転義務という対価額(分配の問題)に重点を置く義務を構築しているといった違いを有すると評価できる。米国の議論を踏まえるなら、わが国においても、対価額の判断から、取引相手選択に主眼を置いた取締役の義務と司法審査を構築するという方向性も考えられる。しかし、わが国でも善管注意義務・忠実義務の判断基準が明確化・類型化する試みが今後進展すると期待できるとしても、現時点では、義務の内容についての判断を司法に求めることは過度の負担となり、問題をより複雑化させているように感じられる。とするならば、我が国の組織再編の差止制度の行使要件に関しては、法令違反の「法令」に善管注意義務・忠実義務が含まれるか否かといった解釈論上の見解の相違が生じる余地を残す制度設計をするよりも、暫定的なものとして、株主にとって最高の価格まで保障せずとも、少なくとも略式組織再編の差止制度と同様に、著しく不当な価格で締め出される株主に対しては保障が与えられるよう制度設計すべきであったように感じられる。

もっとも、近年わが国においても、MBOを始めとした取締役と株主の利益が真っ向から生じる場面が増加していることから、我が国においても、利益相反の程度に応じて、組織再編の場面における、善管注意義務・忠実義務に関する議論が深めていくことが必要となろう。この点、善管注意義務・忠実義務の内容について予め明確にした上で、そこから演繹的に考えるのではなく、米国にならって、組織再編における利益相反の程度に従って、善管注意義務・忠実義務違反の審査方法を使い分け、場面ごとに審査基準を精緻化させていくことも一つの方向性として考えられよう⁸⁶。このような発想も、憲法における違憲審査基準や、行政法における行政裁量の司法審査に関して、裁判所が問題の性質

に応じて、厳格な基準、緩やかな基準、中間的な基準などを使い分けてきたことを踏まえるならば、不可能ではないように思われる⁸⁷。また、また、今回の改正での採用は見送られたが、金融商品取引法上の規制に違反した者による議決権行使の差止制度を始めとして、米国の連邦証券取引法に相当する我が国の金融商品取引法違反の効果が会社法上どのように取り扱われるかについての検討を深めていくことも必要になってくると思われる⁸⁸。以上の点を今後の検討課題としたい。

-
- 1 飯田秀聡「組織再編等の差止請求規定に対する不満と期待」ビジネス法務12巻12号（2012）77頁。斎藤真紀「不公正な合併に対する救済としての差止めの仮処分」神作裕之ほか編『会社裁判にかかる理論の到達点』（商事法務・2014年）107-110頁。
 - 2 弥永真生「著しく不当な合併条件と差止め・損害賠償請求」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念論文集 企業法の理論 上巻』（商事法務・2007年）632頁以下。
 - 3 例えば、得津晶「民事保全法出でて会社法亡ぶ？－会社法に明文なき組織再編差止制度の可能性」法律時報（2010年）1028号28頁以下。池永朝昭＝小館浩樹＝十市崇「MBO（マネージメント・バイアウト）における株主権」金融・商事判例1282号（2008）2頁以下。
 - 4 また、新たに導入された特別支配株主による株式売渡請求制度についても、事後的にその効力を否定すると法律関係が複雑・不安定化する可能性があることから、売渡株式等の全部取得の差止請求に関する規定が設けられた（179条の7第1項）。
 - 5 坂本三郎坂本三郎編筆『一問一答平成26年改正会社法』（商事法務・2014年）309頁。会社法制の中間試案をめぐる補足説明」54頁。
 - 6 例えば、中村信夫「組織再編の差止」金融・商事判例1461号（2015年3月）94頁以下。白井正和「組織再編等に関する差止請求権の拡充－会社法の視点から」川嶋四郎＝中東正文編『会社事件訴訟法の現代的展開』（平文社・2013年）205頁以下。
 - 7 Robert B. Schumer et al., The unexplored Frontier of Stockholder Litigation?, M&A Journal vol.12 No.2 (2012) at 1. デラウェア一般会社法262条、カリフォルニア州会社法1201条など。大塚章男「スクイーズアウトにおける「事業目的基準」の有効性」筑波ロー・ジャーナル2号（2007年12月）20頁。
 - 8 北川徹「マネージメント・バイアウト（MBO）における経営者・取締役の行為規整（1）～（5・完）」成蹊法学67巻（2008年）133-168頁、成蹊法学68・69合併号（2008年）51-90頁、成蹊法学71号217-235（2009年）、成蹊法学72巻153-216頁（2010年）、成蹊法学74号1-35（2011年）。
 - 9 Robert B. Thompson & Randall S. Thomas, The New Look of Shareholder Litigation: Acquisition - Oriented Class Actions, Vanderbilt Law School Law & Economics Working Paper No.03-04 (2003) at 39. 飯田秀聡『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』（2013年8月）158-159頁、玉井利幸『会社法の規制緩和における司法の役割』（中央経済社・2009年）191-192頁。
 - 10 クラス・アクションの詳細については、ジェームズ・ドナート＝宇野伸太郎「米国クラスアクション最新実務〔1〕クラスアクション手続きの流れ」国際商事法務Vol. 39, No. 4 (2011) 466頁以下。
 - 11 ある統計では、M&A差止めの訴えの件数は、連邦裁判所と州裁判所の合計で、2003年は18件、2006年は107件であったが、2010年には335件と増加している。また、別の統計によると、証券取引法違反を理由とする連邦裁判所におけるM&A差止めの訴えは、2009年の7件から2010年には40件と急増している。宇野伸太郎「M&A差止めを求める訴えが米国で急増」法と経済のジャーナル（2011年3月30日）。
 - 12 Howard B. Weinreich, III Availability of Preliminary Injunctive Relief, Brook. L. Rev. 263 (1978-1979), at 263.
 - 13 Robert M. Daniels & Olga Koumrian, Recent Developments in Shareholders Litigation Involving Mergers and Acquisition, Cornerstone Research, Mar. (2012) at 11.

- 14 Petty v. Penntech Papers, Inc., 347 A. 2d 140 (Del. Ch. 1975). A. D. Wolf, Preliminary Injunctions: The Varying Standards, 7 W. New Eng. L. Rev. 173, (1984) at 174.
- 15 Susan H. Black, A New Look at Preliminary Injunction: Can Principles From the Past Offer Any Guidelines to decisionmakers in the future?, 36 ALA. L. REV. 1 (1985), at. 25 – 26.
- 16 Gimbel v. Signal Cos., 316 A 2d. 599 (Del. Ch. 1974) at 619; Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings., Co., 506 A. 2d 173 (Del.1986) at 179 ; In re Siliconix Inc. S' holdersLitig., 2001 Del. Ch. LEXIS 83 at *20 – *22; In re CNX Gas Corporation Shareholders Litigation, 4 A 3d 397 (Del.Ch.2010) at 406; In re Atheros Communications, Inc. S' holdersLitig, 2011 Del. Ch. LEXIS 36 at *17.
- 17 Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261 (Del. 1989) at 1280
- 18 Irwin Warren & Bradley Aronstam, Delaware's Business Judgment Rule and Varying Standards of Judicial Review for Assisting Director Conduct in M&A Transaction, The Canadian Institute (2007) at 2 – 3
- 19 Guhan Subramanian, Post- Siliconix Freeze- Out: Theory and Evidence, 36 The Journal of Legal Studies 1 (2007); FernanRestrepo and Guhan Subramanian, The Effect of Delaware Doctrine on Freezeout Structure & Outcomes: Evidence On the Unified Approach, 2 Harvard Business Law Review 5 (2015)
- 20 Supra note 16.
- 21 Id. at 182.
- 22 Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc. 559 A. 2d 1261 (Del. 1988).
- 23 Barkan v. Amsted Industries, Inc. 567 A. 2d 1279 (Del. 1989).
- 24 Black & Decker Corp. v. American Standard, Inc., 682 F. Supp., 722 (D. Del. 1988).
- 25 Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A 2d 34 (Del. Supr., 1993).
- 26 Revlon基準の詳細については、白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』(商事法務・2013)。
- 27 QVC Network Inc. 637 A. 2d 34 (Del. 1994).
- 28 Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A 2d 34 (Del. Supr., 1993) at 43.
- 29 L. Jhonson & R. Ricca, “The Dwindling of Revlon”, Washinton & Lee Law Review, Vol. 71 No. 1, 162 (2014) at 221 – 222.
- 30 R. T. Miller, “Inefficient results in the Market for Corporate Control: Highest Bidders, Highest- Value Users, and Socially Optimal Owners”, Journal of Corporation Law, Vol. 39 No.1, 71 (2013) at 71 – 128.
- 31 J. T. Laster, “Revlon is a Standard of Review: Why It's True and What It Means” Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. 19 No. 1 (2013) at 5 – 55.
- 32 S. M. Bainbridge “The Geography of Revlon – Land”. Fordham Law Review, vol. 81 No. 6, (2013) at 3277 – 3338
- 33 F. A. Gevurtz, F. A. “ Deal Protection Provisions in the Last Period of Olay” Fordham Law Review, vol. 71 No.5, at 1899 – 1970.
- 34 L. Jhonson & R. Ricca, “The Dwindling of Revlon”, Washinton & Lee Law Review, Vol. 71 No. 1, at 162 – 227.
- 35 詳しくは、飯田秀総「企業買収における対象会社の取締役の義務 – 買収対価の適切性について –」財務省財務総合研究所「ファイナンシャル・レビュー」平成27年第1号(通巻第121号)2015年3月。
- 36 情報開示義務の詳細については、柴田和史「取締役および大株主の情報開示義務(1)(2)(3)」(法曹時報、2003)55巻1号1頁、7号1頁、12号1頁以下; 高銀実「米国デラウェア州会社法におけるM&A過程の予備的差止について: レブロン義務と情報開示の信託義務との相関関係を中心に」神戸法学雑誌(2015年6月)255以下。
- 37 DE pease, Delaware's Disclosere Rule: The Complete Candor Standard, its Application, and Why Sue in Delaware, Del. J. Corp. L., 1989, at 448. Lawrence A. Hamermesh, Calling Off The Lynch Mob: The Corporate Director's Fiduciary Disclosure Duty, 49 Vand. L. Rev. 1087 (1996), at1104 – 1108.前掲註36高) 271 – 272頁。
- 38 Malpiede v. Townson, 780 A. 2d 1075 (Del. 2001) at 1086.
- 39 Lawrence A. Hamermesh, “Calling Off The Lynch Mob: The Corporate Director's Fiducially Disclosure Dity”, 49 Vand. L. Rex. 1087 (1996) at 1113.
- 40 Rosenblatt v. Getty Oil Co., 493 A. 2d 929 (Del. 1985) at 949; Gantler v. Stephens, 965 A. 2d 695, (Del. 2009) at 710.

- 41 Loudon v. Archer- Daniels- midland Co.700 A. 2d 135 (Del.Supr.1997).
- 42 Arnold c. Soc' y for Sav. Bancorp, Inc., 650 A. 2d 1270 (Del. 1994) at 1280.
- 43 See Ibid 39 at 1146.
- 44 Ibid at 1147.
- 45 Ibid at 1103.
- 46 Id.
- 47 Lynch v. Vickers Energy Corp., 383 A. 2d 278 (Del. 1977)
- 48 Smith v. Van Gorkom, 488 A. 2d 858 (Del. Sup. 1985)
- 49 Robert B. Thompson, "Delaware's Disclosure: Moving the Line of Federal- State Corporate Regulation, 2009 U. Ill. L. Rev. 167 (2009) at 182-183.
- 50 この分類は、前掲註36高) 279以下を参考にした。
- 51 In re Netsmart Tech. S' holders Litig., 924 A. 2d 171 (Del. Ch. 2007)
- 52 Id. at 192.
- 53 Id. at 199.
- 54 Id. at 209.
- 55 In re Topps Co. Shareholders Litigation, 926 A. 2d 58 (Del. Ch. 2007).
- 56 Id. at 86.
- 57 Id. at 93-101.
- 58 Maric Capital Master Fund, Ltd. V. Plato Learning, Inc. 11 A. 3d 1175 (Del. Ch. 2010)
- 59 前掲註36高) 287頁。
- 60 In re Lear Corp. Shareholder Litigation, 926 A. 2d 94 (Del. Ch. 2007)
- 61 Louisiana Mun. Police Employers' Retirement System v. Crawford 918 A. 2d 1172 (Del. Ch. 2007)
- 62 In re MONY Group Inc. Shareholders Litigation 852 A. 2d 9 (Del. Ch., 2004)
- 63 In re Atheros Communications, Inc. S' holdersLitig, 2011 Del. Ch. LEXIS 36.
- 64 Id. at *17-*25.
- 65 Id. at *26-*33.
- 66 Id. at *33-*37.
- 67 Id. at *38-*42.
- 68 Id. at *42-*44.
- 69 前掲註10字野。Solar Cells, Inc. v. True North Partners, LLC., No.19477, 2002 Del. Ch. LEXIS 38 at *22-26.
- 70 Id.
- 71 Id. at *13-*21
- 72 In re Dollar Thrifty S' holder Litig., 14 A. 3d 573 (Del. Ch. 2010) at 618.
- 73 In re COGNENT, INC. Shareholders Litigation. 7 A. 3d 487, (Del. Ch. 2010) at 516
- 74 In re Smurfit-Stone Container Corp. S' holderLitig, C.A. No.6143-VCP, 2011 Del. Ch. LEXIS 79 (Del. Ch. May.20, 2011).
- 75 In re Pennaco Energy, Inc. 787 A. 2d 691 (Del. Ch., 2001)
- 76 In re Netsmart Technologies, Inc. S' holdersLitig., 924 A. 2d 171 (2007) at 208.
- 77 坂本三郎坂本三郎編筆『一問一答平成26年改正会社法』(商事法務・2014年)309頁。会社法制の中間試案をめぐる補足説明」54頁。
- 78 法制審議会会社法制部会第7回会議(平成22年11月24日開催)議事録49頁〔鹿子木発言〕、同第12回会議(平成23年8月31日開催)議事録36頁〔鹿子木発言〕、同第14回会議(平成23年10月26日)議事録32頁以下〔鹿子木発言〕。
- 79 落合誠一「新会社法講義 第5回 第2章 株式会社法の基本的特色(2)」法学教室311号(2006)30頁。
- 80 落合誠一「企業法の目的-株主利益最大化原則の検討-」岩村正彦ほか編『岩波講座 現代の法7 企業と法』岩波書店(1998年)5頁。
- 81 落合誠一「敵対的買収における株主とステークホルダー利益の対立問題」経営戦略研究7巻(2006年)13-15頁。

- 82 前回註落合) 24頁。
- 83 もっとも、現在の株主に最大の対価を支払うものが、将来的にも最も効率的な経営を行い、将来の株主にとっても利益が最大化される可能性は否定できない。
- 84 東京高判平成25年4月17日判例時報2190号96頁
- 85 また、そもそも会社支配権市場における取引は、経済合理性を重視する欧米と、人と人との関係性を重視するアジアでは異なり考慮が必要だとする実務家の意見もある。鼎博之「ニューヨークと台北に見る国際M&A（企業買収）交渉の東西比較考」法と経済のジャーナル（2016年10月31日）available at [<http://judiciary.asahi.com/corporatelaw/2016102600001.html>]
- 86 経営判断原則は行政事件における審査方式を参考に構築されたことを先行研究として、松本信也「経営判断の司法審査方式に関する一考察（上）（中）（下・完）」金融商事判例1369号（2011年）2頁、1370号（2011年）2頁、1371号（2011年）2頁。この論稿は、森田果「わが国に経営判断の原則は存在したのか」商事法務1858号（2009年）4頁以下を受けたものである。
- 87 玉井利幸「MBOに対する司法審査のあり方と取締役の義務」南山法学38巻1号（2014年）125頁、脚注22参照。
- 88 株主による監視が十分に機能せず、株主を軽視した経営が行われているとする観点から、有価証券報告書提出会社を公開会社とし、会社法と金融商品取引法を融合させた「公開会社法」による厳しい規律を設けるべきとする見解もある。詳細については、上村達男編筆『早稲田大学21世紀COE叢書企業社会の変容と法創造（第4巻）企業法制の現状と課題』（日本評論社・2009年）、上村達男『会社法改革－公開株式会社法の構想』（岩波書店・2002年）他。